

纺织服装

证券研究报告
2019年08月05日

无印良品 6 小时暗访探店，告诉你到底卖的好不好！

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

无印良品 MUJI 中国市场遭遇瓶颈

近期市场上对于【无印良品】唱衰的声音较多，主要是由于根据无印良品母公司良品计画发布的公司财报显示，2018 财年 Q3—2019 财年 Q4(2017 年 9 月 1 日—2019 年 2 月 28 日 6 个季度)，无印良品在中国市场的营收增速分别为：30.6%、25.2%、18.1%、16.5%、9.3%、5.0%，降幅明显，中国市场业绩增长乏力。

面对目前中国市场的困境，无印良品进行了一系列的改善措施，主要包括：

- 1) 价格的重新审视：对产品进行降价，公司 5 年内连续降价 11 次，提升性价比；
- 2) 迎合中国消费者需求，对部分产品进行了重新设计和定义，预计 2023 年底，中国市场本土化商品的比例将提升至生活杂货部门商品总量的 50%；
- 3) 门店内搭建新场景如书店、餐厅等吸引客流，提升客户留店时间，从而提高产品购买率和连带率。

【天风纺服团队】在 7 月 21 日前往武汉市的无印良品（群星城店）进行 6 小时的暗访调研，希望通过观测无印良品新型门店的客流及销售情况探究以下几个问题：

- 1) 无印良品产品降价幅度如何？
- 2) 门店及产品有哪些改变？
- 3) 改善措施实施后门店的销售情况如何？

通过 6 小时（10:00—16:00）的暗访，我们得到结论如下：

6 小时内门店进店人数为 593 人，买单人数为 228 人，转化率为 38%，客单价在 100—150 元左右。

- 1) 产品降价幅度较大。无印良品产品的降价幅度在 30%左右，从我们观测的情况来看，文具类产品普遍进行了降价，我们认为无印良品将文具作为较好的引流品类，通过与以往相比较低的价格吸引客户购买；从夏季折扣和限时折扣来看，平均折扣在 40%左右。其中家居家具类产品的降价幅度较大，我们认为主要系季节因素影响。
- 2) 产品更贴合消费者需求。在产品端开始进行本土化改革，针对中国消费者的消费习惯对产品进行改良，提升产品的被购买潜力。
- 3) 门店新场景提升用户体验。通过自主咖啡、书店、刺绣工坊等场景的搭建和服务对于门店的引流和提升顾客留店时间有积极的促进作用，提升二次消费的购买机率。

结论：对于无印良品来说，降价确实对于终端销售有促进作用，说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品，对于过高的品牌溢价，消费者在支付时变得更加谨慎，好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外，我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

由此，我们依旧维持此前观点，继续坚定推荐打造高性价比产品的新国货品牌：【开润股份】【南极电商】【森马服饰】。

风险提示：单一门店情况不能代表全国门店的销售情况，终端消费疲软。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-08-02	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300577.SZ	开润股份	33.81	买入	0.80	1.06	1.55	2.20	42.26	31.90	21.81	15.37
002127.SZ	南极电商	9.86	买入	0.36	0.52	0.74	0.99	27.39	18.96	13.32	9.96
002563.SZ	森马服饰	10.68	买入	0.63	0.71	0.82	0.96	16.95	15.04	13.02	11.13

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com
郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业研究周报:布局中报超预期标的》 2019-07-28
- 2 《纺织服装-行业研究周报:6 月社零服装增速环比有所改善，继续推荐中报超预期标的》 2019-07-21
- 3 《纺织服装-行业研究周报:开润股份 19H1 业绩超市市场预期，继续寻找中报超预期标的》 2019-07-14

内容目录

1. 前言	5
2. 无印良品出现危机？风靡一时的无印良品，中国市场增速遭遇瓶颈	5
2.1. MUJI 的成长和诞生：通过提供“高品质”+“低价格”的产品，迅速成长	5
2.2. 差异化定位和战略促中国市场成为 MUJI 海外市场的最大收入来源	6
2.3. 中国市场危机：母公司营收及净利润增长乏力，中国市场同店增速出现负增长	7
2.4. 为什么如今 MUJI 在中国市场遭遇困境？	8
2.4.1. 消费者需求的转变，对于品牌溢价的支付变得更谨慎	8
2.4.2. 消费者喜欢的是 MUJI 背后所代表的生活理念，这使得同类竞争者以更高性价比优势逐步取胜	9
2.4.3. 无印良品产品质量及安全问题频繁被曝光，引发消费者对品牌的不信任	11
2.4.4. 新国货品牌崛起，逐渐被国内消费者认可	12
3. 面对困境，MUJI 做出了哪些措施和改变？	12
3.1. 实行价格的重新审视，对产品进行降价，提升性价比。	13
3.2. 产品端进行本土化改革，更适应当地消费者的习惯，提升产品力	13
3.3. 门店内搭设新场景吸引客流，同时结合新业态多元化拓展品牌业务	14
4. 6 小时暗访武汉无印良品群星店	15
4.1. 我们为什么选取武汉市武昌区群星城购物中心的无印良品店？	15
4.2. 天风纺服团队本次如何进行暗访调研？	17
4.3. 无印良品产品降价幅度如何？	18
4.4. 门店及产品有哪些改变？	22
4.5. 无印良品（群星店）销售情况到底如何？	23
4.6. 本次暗访调研，我们得到了哪些结论？	25
5. 推荐标的	25
5.1. 开润股份：出行消费品新国货品牌，B2C 盈利能力不断提升	26
5.2. 南极电商：拥有高性价比产品的精品生活电商平台	27
5.3. 森马服饰：注重产品品质，打造大众化性价比产品的国货品牌	29

图表目录

图 1：无印良品初期产品形象	6
图 2：无印良品产品主题	6
图 3：日本人均 GDP 增速放缓（国际元，%）	6
图 4：日本商业零售增速放缓（十亿日元，%）	6
图 5：无印良品中国市场门店数量逐年上升（家）	7
图 6：无印良品中国大陆营收逐年上升（十亿日元，%）	7
图 7：良品计划营收及净利润增速近三年逐年下降（十亿日元，%）	7
图 8：良品计划归母净利润近两季呈负增长（十亿日元，%）	7
图 9：无印良品中国市场营收增速逐年放缓（十亿日元，%）	8

图 10: 无印良品中国市场营收连续五季增速放缓 (十亿日元, %)	8
图 11: 中国市场净开店数量近三年逐年下降 (家)	8
图 12: 中国市场同店销售增速逐季度放缓 (%)	8
图 13: 无印良品藤编方形篮 (35cm*36cm*24cm) 中国售价近乎为日本双倍	9
图 14: 网易严选上线之初与无印良品相比价格较为便宜 (元)	10
图 15: 网易严选与无印良品最具人气商品价格对比	10
图 16: 无印良品部分被曝光质量问题产品	11
图 17: 2019 消费变迁趋势	12
图 18: 促使中国消费者购买一个品牌的原因 (多选)	12
图 19: “中国李宁” 纽约时装周产品	12
图 20: 波司登纽约时装周产品	12
图 21: 当前无印良品部分商品中日销售价格趋于相同, 日本售价甚至高于中国	13
图 22: 无印良品对中国本土化产品设计	14
图 23: MUJI Café Meal 无印良品咖啡店	14
图 24: MUJI Dinner 无印良品餐厅	14
图 25: 深圳无印良品酒店及相应配套	15
图 26: 无印良品 (群星城店) 距离市中心仅 8 公里左右	16
图 27: 无印良品 (群星城店) 在购物中心 2 楼	16
图 28: 无印良品 (群星城店) 外观	17
图 29: 无印良品 (群星城店) 门面	17
图 30: 无印良品 (群星店) 门店布局及蹲点位置示意图	17
图 31: 无印良品门店内景图 (化妆品护肤品区)	18
图 32: 无印良品门店内景图 (书店区)	18
图 33: 无印良品门店内景图 (家居区)	18
图 34: 无印良品门店内景图 (食品区)	18
图 35: 上纸质细长型笔记本: A5 细长型从 35 元降至 18 元	19
图 36: 六角彩色水笔 10 色从 47 元降至 28 元	19
图 37: 被套正在进行夏季折扣, 一共两次折扣, 原价 650 元, 目前折扣价 325 元	19
图 38: 衬衫限定折扣原价 248 元, 折扣价 118 元	20
图 39: T 恤限定折扣原价 128 元, 折扣价 108 元	20
图 40: 羽毛被原价 2000 元, 折扣价 1400 元	20
图 41: 座垫套原价 150 元, 折扣价 45 元	20
图 42: T 恤价格对比: 无印良品价格高于优衣库	21
图 43: 夹心糖价格对比: 无印良品略高于名创优品	21
图 44: 双肩包价格对比: 无印良品价格高于名创优品	21
图 45: 行李箱价格对比: 无印良品价格远高于 90 分	21
图 46: 人字拖价格对比: 无印良品价格高于名创优品	21
图 47: 分装瓶价格对比: 无印良品价格高于名创优品	21
图 48: 化妆粉扑价格对比: 无印良品价格高于名创优品	22
图 49: 洗漱包价格对比: 无印良品价格高于名创优品	22
图 50: 床、床垫的尺寸和价格进行了调整, 更符合中国消费习惯	22

图 51: 部分原来尺寸的产品进行折扣促销	22
图 52: 无印良品 (群星城店) MUJI Café 自助咖啡吧	23
图 53: 无印良品 (群星城店) MUJI BOOKS 书店专区陈列	23
图 54: 无印良品 (群星城店) MUJI BOOKS 小黑板	23
图 55: 无印良品 (群星城店) MUJI 刺绣工坊	23
图 56: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 162 元	24
图 57: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 234 元	24
图 58: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 97 元	24
图 59: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 21 元	24
图 60: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 178 元	25
图 61: 该消费者在无印良品 (群星城店) 消费金额 89 元	25
图 62: 开润股份 90 分基础爆款行李箱 20 寸 299 元	26
图 63: 开润股份研发支出逐年提升 (万元, %)	27
图 64: 开润股份 90 分金属箱获 IF 德国设计大奖	27
图 65: 南极电商近年 GMV 增速得到高速发展 (亿元, %)	28
图 66: 通过与其他品牌的价格对比, 南极人的产品性价比较高 (元)	28
图 67: 南极人男士纯棉长袖睡衣 139.9 元	28
图 68: 森马服饰研发支出逐年提升 (亿元)	30
图 69: 森马服饰聘请新代言人白宇	30
表 1: 质量不合格事件频频曝光	11
表 2: 无印良品自 2014 年以来 11 次降价	13
表 3: 2018 年武汉的人均消费水平位于 15 个新一线城市的中游位置	16
表 4: 无印良品 “价格重新审视” 后部分产品降价幅度	18
表 5: 夏季折扣或限定折扣中的促销力度较大	19

1. 前言

7月21日，天风纺服团队对武汉无印良品（群星城店）进行了6小时暗访调研（[暗访调研详细内容请参阅后文](#)），主要系近期市场唱衰无印良品的声音较多，比如 Drizzie 发表的《连续降价 11 次也没用，无印良品到底错在哪里？》的文章受到了很大的关注。根据无印良品母公司良品计画发布的财报显示，2018 财年 Q3—2019 财年 Q4（2017 年 9 月 1 日—2019 年 2 月 28 日 6 个季度），无印良品在中国市场的营收增速分别为：30.6%、25.2%、18.1%、16.5%、9.3%、5.0%，营收增速大幅下降，中国市场业绩增长乏力。我们认为主要系：

- 1) 消费者逐渐倾向于高性价比产品，对于较高的品牌溢价的产品在购买时更加谨慎；
- 2) 无印良品在中国的产品质量问题频发，引发消费者对产品的不信任；
- 3) 市场竞争更激烈，与无印良品产品风格和调性相似的品牌，如名创优品、网易严选、小米有品等逐渐占领市场。
- 4) 国内消费者不再盲目追求国际品牌，新国货正在获得国内消费者越来越多的认可。

面对在中国的困境，无印良品也进行了一系列的改善措施：

- 1) 价格的重新审视：对产品进行降价，公司 5 年内连续降价 11 次；
- 2) 迎合中国消费者需求：对部分产品如床品的尺寸进行了重新设计和定义，迎合中国消费者的消费习惯，预计 2023 年底，中国市场本土化商品的比例将提升至生活杂货部门商品总量的 50%；
- 3) 无印良品在营销方式、店铺体验和试用场景以及商品范围等方面做出改变，引入书店、咖啡厅、餐厅甚至酒店等新场景，吸引客流，提升消费者留店时间，从而提高产品购买率和连带率。

由此，天风纺服团队在 7 月 21 日进行暗访调研，通过观察无印良品新型门店的客流及销售情况，我们得到以下结论：

对于无印良品来说，降价确实对于终端销售有促进作用，说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品，对于过高的品牌溢价，消费者在支付时变得更加谨慎，好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外，我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

由此，我们依旧维持此前观点，继续坚定推荐打造高性价比的新国货品牌：【开润股份】【南极电商】【森马服饰】。

2. 无印良品出现危机？风靡一时的无印良品，中国市场增速遭遇瓶颈

提及无印良品，众多消费者同时会联想到优衣库。两者同为日本品牌，同样以高性价比著称在日本崛起，市场份额逐步扩张至全球，备受年轻人及中产群体所喜爱。而两者几乎在同一时间进入中国市场，为何优衣库在中国的销量稳定增长，反观无印良品五年内降价 11 次，平均每次降价 20%，而销量却在一路下滑。

2.1. MUJI 的成长和诞生：通过提供“高品质”+“低价格”的产品，迅速成长

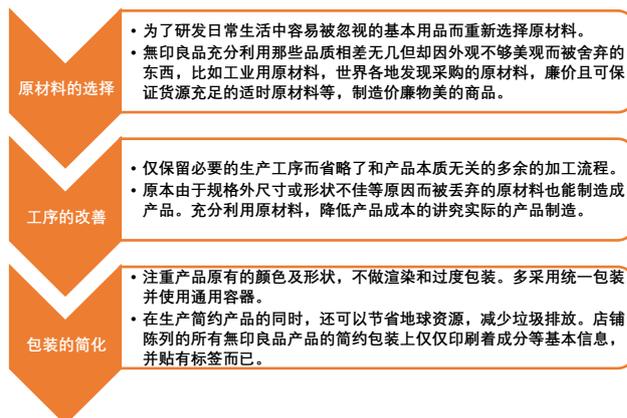
无印良品的诞生：无印良品诞生之初正值第二次石油危机之后，消费者更讲求产品的实质价值，具备高性价比属性的无印良品正契合市场需求。1980 年 12 月，无印良品作为西友的自有品牌推出，是根据“无商标”的商品构思而诞生，其本质是以真正必要的方式，制造生活中基本的并真正需要的产品。更重要的是无印良品明确的将“便宜”+“高质量”两个容易矛盾的要素结合在一起，契合当时的市场需求；品牌和产品一经推出便受到消费者的喜爱。

图 1：无印良品初期产品形象



资料来源：公司官网，天风证券研究所

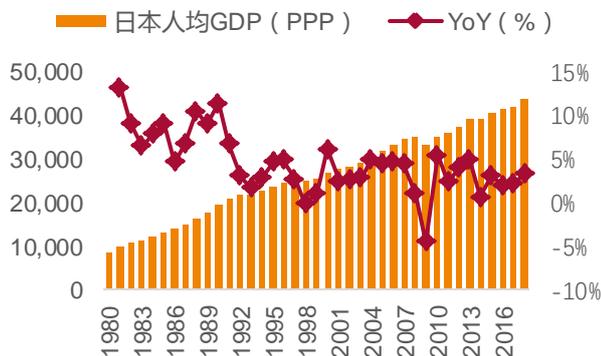
图 2：无印良品产品主题



资料来源：MUJI 网络商城，天风证券研究所

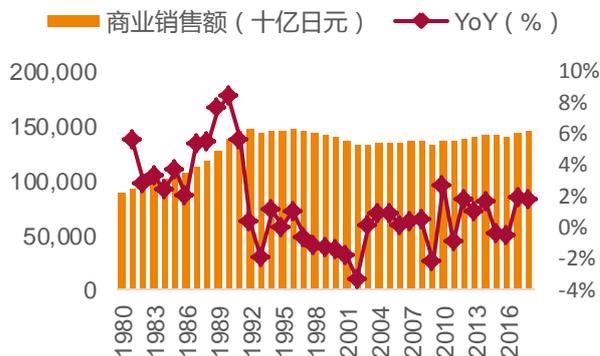
无印良品的成长：日本迷失的 20 年为无印良品的发展提供良好的外部条件。1989 年，无印良品从西友独立出来自行发展，而自 1990 年之后，日本经济泡沫破灭，进入“迷失的 20 年”，消费者追捧大牌的高端消费热潮逐渐褪去，大众消费开始回归理性。正式在这一时期，无印良品的产品很好地抓住当时陷入经济困境中的日本中产阶级的需求（既想省钱又不愿意放弃产品的品味和品质），为其提供品质优秀，价格便宜的产品，使无印良品得到快速发展。这一时期，MUJI 的营业额由 245.1 亿日元攀升至 1066.9 亿日元，经营利润由 1.25 亿日元涨至 133.6 亿日元。

图 3：日本人均 GDP 增速放缓（国际元，%）



资料来源：世界银行，天风证券研究所

图 4：日本商业零售增速放缓（十亿日元，%）



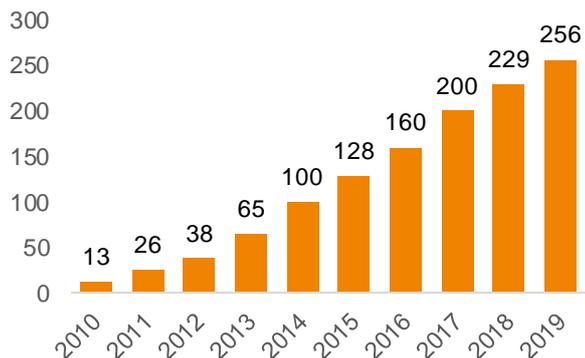
资料来源：日本财务省，天风证券研究所

2.2. 差异化定位和战略促中国市场成为 MUJI 海外市场的最大收入来源

海外扩张：用与日本本土差异化的定位和战略打开中国市场：2005 年无印良品于上海开设首家门店，正式进入中国市场。与日本本土的战略和定位不同，无印良品在日本是具备性价比的大众化品牌，产品在便利店、地铁小店都可以见到；而在中国，无印良品则通过高价位定位于中高端品牌，店铺多开设在一线城市的中高端商场中；另外，无印良品极简主义的品牌调性在当时中国的市场中具备差异化的优势，使得 MUJI 一度被视为国内“中产标配”。

中国市场逐渐成为无印良品海外市场中最大的收入来源。2012 年是无印良品在中国进入高速成长期的起点，并迅速扩张，以每年新增 30-50 间的门店数量发展，同时营收也大幅增加。截至 2016 年底，无印良品在中国大陆开设门店达 160 家，营业收入达 499 亿日元，约合人民币 3.16 亿元，占无印良品全球市场营收的 16.20%，海外市场营收的 45.77%，同比增长 63.07%，五年 CAGR 约为 71.27%。中国大陆市场无疑成为无印良品海外市场最大的一块蛋糕。

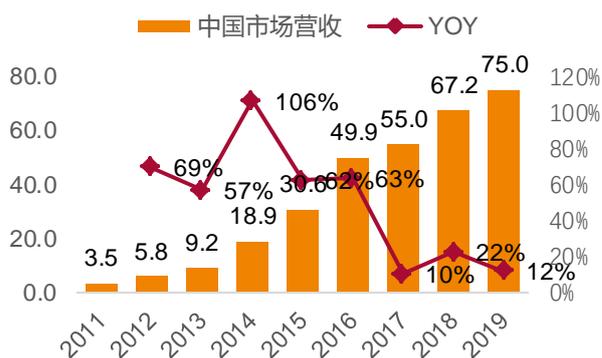
图 5：无印良品中国市场门店数量逐年上升（家）



资料来源：彭博，公司官网，天风证券研究所

公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。该数据为中国大陆地区，中国香港和中国台湾地区数据暂未计算在内；

图 6：无印良品中国大陆营收逐年上升（十亿日元，%）



资料来源：彭博，公司官网，天风证券研究所

公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。该数据为中国大陆地区，中国香港和中国台湾地区数据暂未计算在内

2.3. 中国市场危机：母公司营收及净利润增长乏力，中国市场同店增速出现负增长

随着市场环境的变化，母公司良品计划业绩增长乏力。从 2017 财年起，良品计划营收及净利润增速逐年下滑。2019 财年良品计划（2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日）实现营业总收入 4,097 亿日元，同比增长 7.94%（-5.94pct）；实现归母净利润 338 亿日元，同比增长 12.39%（-4.18pct），归母净利润增速连续三年下降。

从季度数据来看，归母净利润在 19Q4 首次出现负增长。2020 财年 Q1（2019 年 3 月 1 日—2019 年 5 月 30 日）实现营收 1,123 亿日元，同比增长 5.45%（-4.23pct）；归母净利润于 2019 财年 Q4（2018 年 12 月 1 日—2019 年 2 月 28 日）首次出现负增长，同比下降 48.53%（-65.77%）。

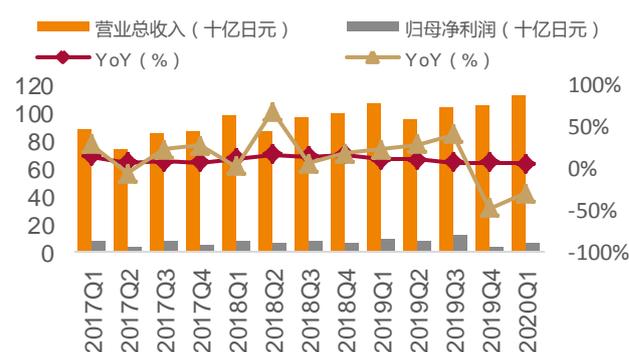
图 7：良品计划营收及净利润增速近三年逐年下降（十亿日元，%）



资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

图 8：良品计划归母净利润近两季呈负增长（十亿日元，%）

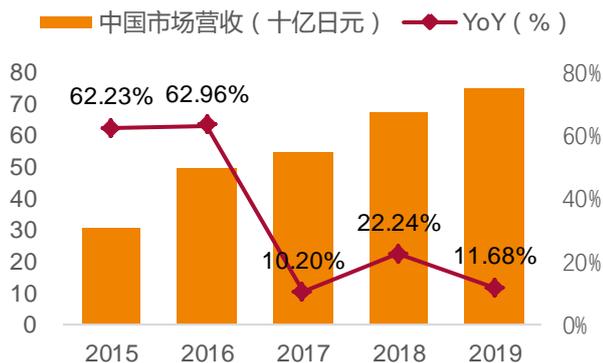


资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

作为公司海外最重要的市场，中国市场的业绩也不容乐观，营收增速连续五季度下滑。自 2018 财年 Q3 开始，无印良品在中国市场的营收开始逐季下滑。2018 财年 Q3—2019 财年 Q4，无印良品在中国市场的营收增速分别为：30.6%、25.2%、18.1%、16.5%、9.3%、5.0%，降幅明显。2019 财年良品计划（2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日）无印良品在中国市场实现营收 750 亿日元，同比增长 11.68%，但增速相较 2018 财年（2017 年 2 月 28 日—2018 年 2 月 28 日）下降 10.56pct，中国市场业绩增长乏力。

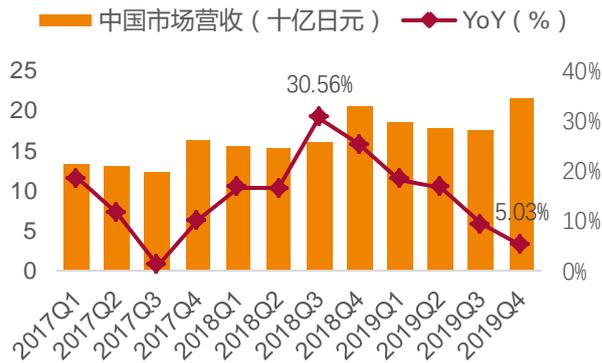
图 9：无印良品中国市场营收增速逐年放缓（十亿日元，%）



资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

图 10：无印良品中国市场营收连续五季增速放缓（十亿日元，%）



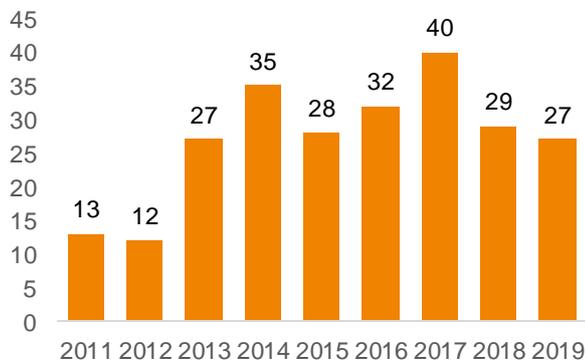
资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

中国市场净开店数量下降，同店增速呈负增长。在中国市场营收增速下滑的同时，店铺及同店销售情况也不容乐观。2016 年起，无印良品在中国市场的可比销售增幅逐步下降，2017 年，其同店销售增幅也开始放缓。截至 2019 年 2 月 28 日，无印良品在中国大陆已开设 256 家店铺，创历史新高，然而其净开店数量连续两年下滑，2019 财年净开店铺 27 家，同比减少 2 家，比 2017 年 40 家减少 13 家。

同店销售情况来看，中国市场同店增速连续六个季度下滑，并于 2019 财年 Q2 首次出现了负增长，此后便再无扭转趋势。截至 2020 财年 Q1，无印良品中国市场同店销售增速为 -4.90%，同比减少 6.70pct。

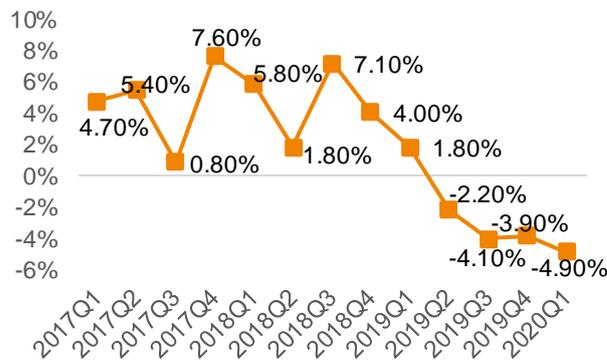
图 11：中国市场净开店数量近三年逐年下降（家）



资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

图 12：中国市场同店销售增速逐季度放缓（%）



资料来源：彭博，天风证券研究所

注：公司所指 2019 年财年为自然年份的 2018 年 2 月 28 日—2019 年 2 月 28 日，以此类推。

2.4. 为什么如今 MUJI 在中国市场遭遇困境？

那么为什么曾经风靡一时的无印良品如今在中国市场陷入困境呢？我们认为主要有以下三方面原因：1) 消费者消费习惯和需求转变，对于品牌溢价的支付变得更谨慎；2) 同类型竞争者抢占市场，以高性价比挤占 MUJI 市场份额；3) 产品质量问题堪忧，多次被政府官方通报，引发消费者对其品牌的不信任。4) 国内消费者不再盲目追求国际品牌，新国货正在获得国内消费者越来越多的认可。

2.4.1. 消费者需求的转变，对于品牌溢价的支付变得更谨慎

消费者逐渐拒绝为其商品支付高额品牌溢价。前文提到过，在 MUJI 初入中国市场时，采取的是与日本国内不一样的战略和定价，在中国 MUJI 的产品定位中高端，价格较高。但

是近年来，中国的消费者的消费需求和习惯有所转变，更多的消费者从追求大牌高奢的需求转变为追求高性价比产品，无印良品的产品价格与市场其他品牌相比，价格较高，性价比方面稍显劣势；同时伴随国内代购及海外旅游业日渐火爆，消费者逐渐发现 MUJI 的部分商品在日本售价几乎是国内的一半，对于其产品所愿意支付的品牌溢价的意愿逐步减弱。

图 13：无印良品藤编方形篮（35cm*36cm*24cm）中国售价近乎为日本双倍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：2019年7月28日汇率中间价，1日元=0.0633人民币

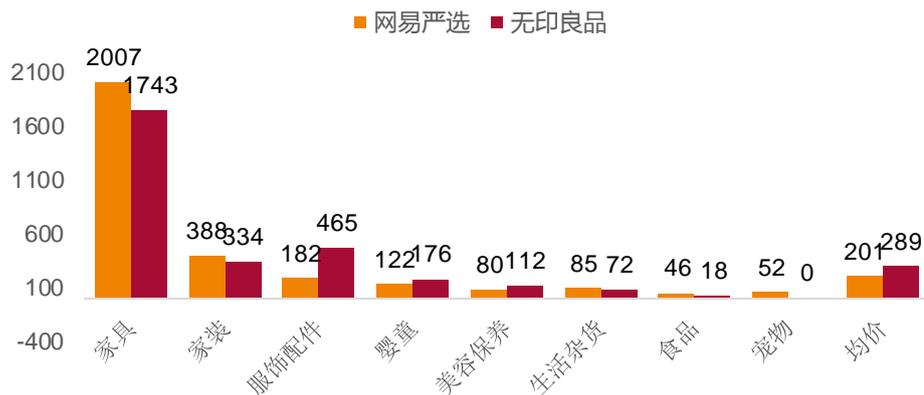
2.4.2. 消费者喜欢的是 MUJI 背后所代表的生活理念，这使得同类竞争者以更高性价比优势逐步取胜

同类风格的本土竞争者在高性价比方面优势凸显。由于无印良品初期在中国市场简约而不简单的风格得到市场验证后，很快出现了众多模仿者。如果起初淘宝上各种“MUJI 同款”对无印良品还不足以构成威胁，那么网易严选、小米有品、名创优品等规模较大的竞争者相继入场，对无印良品消费者的分流则不容忽视。在线下以“名创优品”为代表，是主打低价牌，同时带有一定设计感的家居品牌；线上则以“网易严选”为代表，是基于供应链建设，主打产品品质，但性价比又高于无印良品的新零售品牌。

- **线下：**名创优品 MINISO 的中国商店利用其日本化设计，但产品远低于无印良品的价格，在市场上广受好评，快速发展。另外小米的线下店铺“有品见”采用类似于无印良品的简约风格进行陈列，同时利用亲民的价格、线上线下的打通对于无印良品来说都造成了一定的冲击和影响
- **线上：**网易严选在上线之初就称其产品来自于无印良品的代工企业，质量上和无印良品基本一样，物美价廉的高性价比产品让网易严选迅速发展。此外，新零售电商品牌“小米有品”线上平台依托小米生态链体系，针对生产全链条把控，严格遵守小米标准，保证质量；同时延续小米“极致性价比”的风格，产品兼具科技感、高颜值和性价比，受到市场的欢迎。除此之外，阿里推出自己的淘宝心选、京东推出京东京造等都对无印良品造成了一定的冲击。

这些同类型的竞争者将原有无印良品的客户群体分流外，还吸引了一批拥有无印良品所代表的品质生活的观念，但经济能力无法满足其需求的消费者，这样看来更多的消费者选择在 MUJI 消费，更多的并不是因为产品和品牌本身，而是希望获得这个品牌背后所代表的生活方式和理念，那么这个时期无印良品这四个字更多的是一种符号，而非品牌本身。

图 14：网易严选上线之初与无印良品相比价格较为便宜（元）



资料来源：DT 财经，网易严选官网，无印良品官网，天风证券研究所

注：数据为 MUJI 与网易严选商品的整体均价（按类目加权所得）

图 15：网易严选与无印良品最具人气商品价格对比

	VS 价格: 元	
<p>安睡慢回弹记忆绵床垫</p> <p>¥599</p>	<p>家具</p> <p>¥900</p>	<p>舒适沙发(主体)</p>
<p>可水洗舒柔丝羽绒枕</p> <p>¥59</p>	<p>家装</p> <p>¥90</p>	<p>棉法兰绒枕套</p>
<p>2条装男式基础平角内裤</p> <p>¥59</p>	<p>服饰配件</p> <p>¥298</p>	<p>女式毛圈棉卫衣</p>
<p>3双装花苞口暖萌彩棉袜</p> <p>¥199</p>	<p>婴童</p> <p>¥88</p>	<p>幼儿棉双面起毛双罗纹条纹高领长袖T恤</p>
<p>原色无漂白化妆棉</p> <p>¥19</p>	<p>美容保养</p> <p>¥27</p>	<p>化妆棉__180枚_60*50mm</p>
<p>日式多功能颈枕针织款</p> <p>¥69</p>	<p>生活杂货</p> <p>¥60</p>	<p>棉格纹面巾套装2条装</p>

资料来源：DT 财经，网易严选官网，无印良品官网，天风证券研究所

2.4.3. 无印良品产品质量及安全问题频繁被曝光，引发消费者对品牌的不信任

产品质量问题凸显，消费者自身安全感下降，信任度下降难以挽回局面。2019 年发布的《2019 年度 315 食品质量调查报告》中，无印良品有多款饮用水因致癌物质超标被点名批评。7 月 17 日，北京市市场监督管理局公布了《2018 年家具抽查检验不合格名单》，其中，6 款无印良品产品出现标称材质与实际材质不符等问题。7 月 19 日，无印良品发布情况说明并致歉，表示愿为购买这 6 款家具的顾客提供退换货服务。据不完全统计，这已是 2019 年以来无印良品第 4 次出现产品质量问题。无印良品在最初的宣传上也一直在强调产品的品质，但是当产品质量安全问题凸显时已然违背品牌哲学，使消费者失去信任度，严重影响 MUJI 的品牌形象。

表 1: 质量不合格事件频频曝光

时间	事件
2017 年“3.15”	无印良品隐瞒产地问题被曝光，产品疑似来自日本核污染区。
2018 年“3.15”前后	无印良品产品质量问题曝光，杯子、化妆盒等物品没有标签、看不出产地、材质及用法，电子产品在中国没有售后维修服务，“产品用一年坏了就只能扔掉”，不少消费者都对此表示失望。
2018 年 09 月	北京市工商局海淀分局商品科对无印良品（巴沟华联店）开展商品抽检工作，却并未获得无印良品工作人员的积极配合，随后强制检查中发现有 10 批次服装不合格。
2019 年 01 月 15 日	香港消费者委员会发布检测报告称，无印良品售卖的一款产地为马来西亚的榛子燕麦饼干，包含具有基因毒性和致癌性的环氧丙醇和丙烯酰胺。
2019 年 02 月 22 日	无印良品在官网发出的召回公告显示，公司于 2018 年 7 月 4 日至 2019 年 2 月 21 日出售的“天然水”，检测结果显示潜在致癌物溴酸盐超标，违反了日本《食品卫生法》规定标准，因此对相关产品启动了召回机制。
2019 年 04 月 22 日	4 月 22 日，国家市场监督管理总局网站公告显示，无印良品向其提交了召回计划，召回部分存在安全隐患且不符合我国强制性标准相关规定的进口“MUJI”品牌绘画用笔记本（M）和不锈钢尺。
2019 年 07 月 17 日	北京市市场监督管理局公布了《2018 年家具抽查检验不合格名单》，其中无印良品的榉木衣架、胡桃木实木椅、客厅餐厅两用沙发椅、边桌台、组合式木架等 5 件家具均存在标称材质与实际材质不符的问题：3 件标称为“胡桃木”的家具，实际材质分别是“黑核桃”或“胶合板”；1 件标称为榉木实木的产品，实际材质为水青冈；1 件标称为白橡木的产品，实际材质为纤维板。另外还有一款低型餐桌存在耐磨性问题。

资料来源：东方资讯网，中国经营报，长江商报，天风证券研究所

图 16: 无印良品部分被曝光质量问题产品



资料来源：人民网，新浪新闻，天风证券研究所

2.4.4. 新国货品牌崛起，逐渐被国内消费者认可

消费者的消费观念逐渐发生转变，不再盲目追求国外品牌，对于新国货越来越认可。

1) 依托于我国完善的供应链基础设施建设和强大的全产业链协作能力，以及熟练和丰富的劳动力资源，我国的供应链能力和制造能力在全球首屈一指，这使得“中国制造”享誉全球，由此一些优质的制造商开始向品牌商转型，比如以往给新秀丽代工的开润股份成立了自己的国产品牌“90分”，定位高性价比出行市场，近年发展迅速。

2) 同时，一些品牌商通过整合我国优质的供应商资源，为消费者提供优质低价的产品，受到消费者的喜爱如网易严选等；

3) 另外，随着消费观念的转变，消费者不再盲目追求国外品牌，国产品牌越来越受到认可，比如华为、小米的产品成为消费者首选；李宁、回力、波司登则在国潮复苏的带动下获得年轻一代消费群体的欢迎。

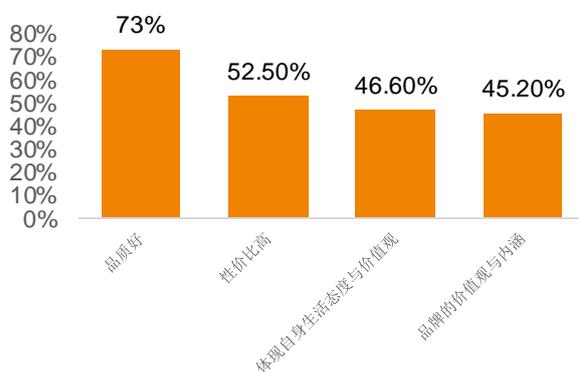
根据《2019 中国消费趋势报告》调查数据显示，78.2%的消费者经常购买国货；在同等价格下 44.6%的消费者倾向于购买中国品牌，新国货开始崛起，面临着巨大的机会。

图 17：2019 消费变迁趋势



资料来源：知萌咨询，天风证券研究所

图 18：促使中国消费者购买一个品牌的原因（多选）



资料来源：知萌咨询，天风证券研究所

图 19：“中国李宁”纽约时装周产品



资料来源：搜狐时尚，天风证券研究所

图 20：波司登纽约时装周产品



资料来源：搜狐时尚，天风证券研究所

3. 面对困境，MUJI 做出了哪些措施和改变？

面对中国市场的困境，无印良品针对中国市场进行了一系列的改变，主要有一些几个方面：

1) 进行价格的重新审视，对产品进行降价，提高产品性价比；2) 针对中国市场进行本土化改革；3) 对门店进行新场景的铺设和新业态的建设。

3.1. 实行价格的重新审视，对产品进行降价，提升性价比。

降低价格提升产品性价比，五年来中国市场实行十一轮调价，其中 19Q1 调价两次。从 2014 年起，MUJI 的降价频率达到每年两次（半年一次），2019 年一季度，MUJI 罕见的降价两次，其中 19 年 1 月服装杂货类平均价格降幅 20%左右；3 月家具杂货类产品价格降幅在 30%-50%。除此之外，无印良品还通过夏季促销、6·18 年中大促、无印良品周（限时促销）进行折扣，最高降价幅度超过 50%。无印良品的目标计划在 2020 年，实现中国和日本商品价格一致。这些动作都表明，对于中国市场，无印良品开始对自己产品的性价比做出调整，用“更合理的价格，不变的质量”影响中国消费者的需求。

表 2：无印良品自 2014 年以来 11 次降价

时间	调价内容
2014 年 10 月	107 款商品，生活杂货类为主，平均降价幅度 17.5%左右。
2015 年 01 月	150 款商品，服装杂货类为主，平均降价幅度 20%左右。
2015 年 08 月	118 款商品，服装杂货类为主，降价幅度 14%-20%。
2016 年 01 月	145 款商品，生活杂货类为主，平均降价幅度 20%左右。
2016 年 08 月	500 款商品，生活杂货类为主。
2017 年 01 月	家居类商品为主，降价幅度 5%-20%。
2017 年 08 月	家居类商品降价 67%，电子类、健康类分别降价 21%、24%。
2018 年 01 月	史上最大规模降价，涉及 7 个系列商品。
2018 年 08 月	涉及 500 多种商品，平均降幅 20%左右。
2019 年 01 月	服装杂货类为主，平均降幅 20%左右。
2019 年 03 月	家居杂货类为主，降幅为 30%-50%。

资料来源：时代财经，腾讯网，36 氪，天风证券研究所

图 21：当前无印良品部分商品中日销售价格趋于相同，日本售价甚至高于中国



资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：2019 年 7 月 28 日汇率中间价，1 日元=0.0633 人民币

3.2. 产品端进行本土化改革，更适应当地消费者的习惯，提升产品力

设立本土化研发中心，针对中国市场进行产品的改善，满足消费者需求。无印良品于 2018 年 9 月在中国组建首个产品研发办公室，员工负责监测中国市场的的生活方式趋势。同时，针对中国市场，无印良品在 2019 年 3 月推出的“中国需要”系列商品，通过对产品尺寸进行针对中国区的定制化调整，希望借此提升产品力。例如：此前，日本床品尺寸与欧美相同，分为 Single（单人床 150x210cm）；Single double（小双人 170x210cm）；Double（双人 190x210cm）；Queen（双人加宽 210x210 cm）；Large（双人加宽 200x230cm）；King（双人特宽 210x230cm）。现在，无印良品将床、床垫等一系列商品，统一调整为中国标

准的 120/150/180cm。至 2023 年底，中国市场本土化商品的比例将提升至生活杂货部门商品总量的 50%。

图 22：无印良品对中国本土化产品设计

2019年3月29日起，延续价格的重新审视
MUJI站在中国的角度
开发出了一系列“中国需要”的商品
为中国做出改变！



更符合使用习惯的尺寸
更加优惠的价格
依然保留原先贴心设计



新尺寸
床和床垫的尺寸调整为 120/150/180cm 三种宽度，更加符合当地消费者的生活习惯。

新价格
持续检索与改良商品的同时，以更容易入手的价格提供消费者。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 门店内搭设新场景吸引客流，同时结合新业态多元化拓展品牌业务

门店内搭设新场景，提升客户体验的同时吸引客流，提高顾客留店时间，提高产品的被消费潜力。无印良品通过在门店内开设餐厅、咖啡厅、书店等新的场景，吸引消费者进店体验；同时通过不同的场景提高顾客留店时间，从而提高店内产品的购买机率和连带率。

图 23：MUJICafé Meal 无印良品咖啡店



资料来源：第一推，天风证券研究所

图 24：MUJI Diner 无印良品餐厅



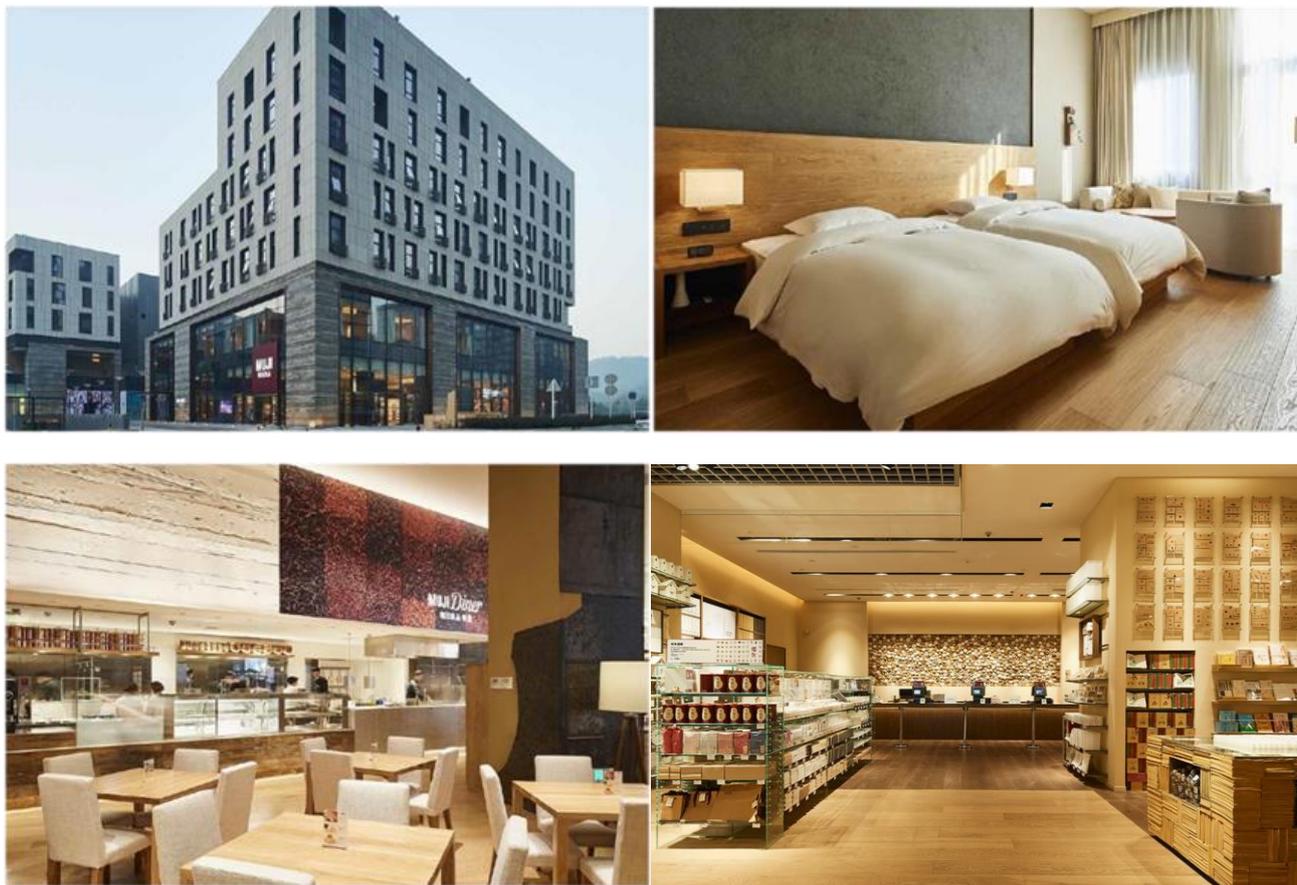
资料来源：第一推，天风证券研究所

布局多元业态，充分利用体验式场景和沉浸式营销。无印良品通过打造体验式场景刺激消费欲望，同时可以更深入的塑造无印良品所代表的生活模式，使品牌理念深入人心。

● 酒店：MUJI HOTEL

标志事件：2018 年 1 月，全球首个“餐厅+商店+酒店”多业态融合的无印良品“三合一”概念店在深圳开业。该酒店约有 80 间客房，房价最低为 950 元，房间面积最小为 28 平米，酒店的床、窗帘、沙发全都采用无印良品的产品。同时开设无印良品店铺和咖啡店，此外还包含一间面积超过 2000 平米的无印良品店铺，以及可容纳 118 人就餐的无印良品餐厅（MUJI Diner）。同年 6 月，第二家概念店于北京开业，持续拓展多业态融合战略。

图 25：深圳无印良品酒店及相应配套



资料来源：MUJI HOTEL 官网，天风证券研究所

● 旧房改造：MUJI HOUSE

在无印良品更久远的规划中，“旧房改造（MUJI HOUSE）”项目已被提上进入中国的日程。此业务 2003 年诞生于日本本土，通过给顾客发放调查问卷获取反馈，在出租公寓的翻修中注意减少隔断、增强抗震性、添加木制结构，最终完成符合日本消费者需求的居住环境。而正在大力提倡以租代售的中国，自然成为 MUJI HOUSE 的最佳落地场景。MUJI HOTEL 在中国承担了收集需求的工作。通过居住在酒店里客人的反馈，无印良品可以直观地了解中国人的居住习惯，再将经验移植到之后的旧房改造项目中。

4.6 小时暗访武汉无印良品群星店

那么无印良品在中国采取的新措施，效果究竟如何，天风纺服团队全体成员在 7 月 21 日前往武汉市武昌区徐东大街 120 号【无印良品】群星城店进行 6 小时暗访调研，希望通过实地调研探究以下问题：1) 无印良品产品降价幅度如何？2) 门店及产品有哪些改变？3) 改善措施实施后无印良品门店的销售情况怎么样？

4.1. 我们为什么选取武汉市武昌区群星城购物中心的无印良品店？

首先，武汉市作为新一线城市，消费能力较好，是无印良品产品所重点布局的城市之一。2018 年武汉市社会消费品零售同比为 10.5%，处于 15 个新一线城市的第一名；人均 GDP 为 13.51 万元，位于 15 个新一线城市的第四名；城镇居民人均可支配收入为 4.74 万元，城镇居民人均消费支出占人均可支配收入的 65.9%，位于 15 个新一线城市的第 8 名，整体的消费意愿和消费水平较好。

表 3：2018 年武汉的人均消费水平位于 15 个新一线城市的中游位置

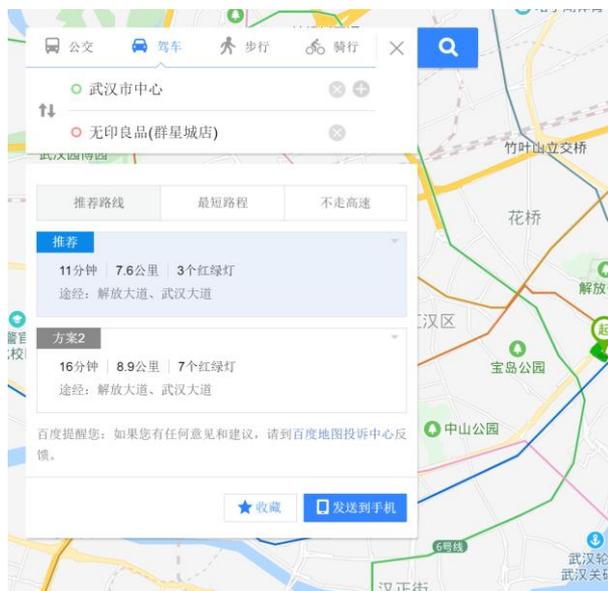
排名	社零数据 同比 数据 (%)	人均 GDP 数据(万元)	城镇居民 人均可支 配收入 数据(万元)	城镇居民 人均消费 支出/人均 可支配收入	数据 (%)
1	武汉 10.5%	苏州 17.41	苏州 6.35	天津	76.0%
2	青岛 10.0%	南京 15.29	杭州 6.12	沈阳	73.2%
3	成都 10.0%	杭州 14.02	宁波 6.01	长沙	72.4%
4	昆明 10.0%	武汉 13.51	南京 5.93	重庆	69.2%
5	长沙 9.9%	宁波 13.26	青岛 5.08	杭州	68.0%
6	郑州 9.7%	青岛 12.85	长沙 5.08	郑州	67.3%
7	西安 9.6%	天津 12.07	东莞 5.07	东莞	66.4%
8	沈阳 9.2%	郑州 10.13	武汉 4.74	武汉	65.9%
9	杭州 9.0%	东莞 9.89	沈阳 4.41	成都	64.8%
10	重庆 8.7%	成都 9.48	昆明 4.30	青岛	64.7%
11	南京 8.4%	西安 8.51	天津 4.30	宁波	61.1%
12	宁波 8.1%	昆明 7.64	成都 4.21	苏州	58.9%
13	东莞 8.1%	沈阳 7.58	郑州 3.90	南京	56.5%
14	苏州 7.4%	重庆 6.59	西安 3.87	西安	-
15	天津 1.7%	长沙 -	重庆 3.49	昆明	-

资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

其次，武汉市无印良品群星城店是一家较新的门店，门店内构筑了多个场景，是较典型的代表门店。门店于 2018 年 9 月 28 日开业，面积 1500 平方米，店内设有 Café MUJI、MUJI BOOKS 及 MUJI 刺绣工坊，可以为消费者提供咖啡、图书及刺绣服务。

门店位置：门店位于武汉市武昌区徐东大街 120 号群星城购物中心，距离武汉市中心仅 8 公里左右，驾车 10 分钟的路程。门店位于购物中心 2 楼，同楼层周围有男女服饰、鞋帽配饰、美妆时尚及部分餐饮。无印良品在购物中心的规划中数据生活配套，同楼层的还有 NITORI 家具&家居馆。其他楼层还有名创优品等竞争品牌。

图 26：无印良品（群星城店）距离市中心仅 8 公里左右



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 27：无印良品（群星城店）在购物中心 2 楼



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 28：无印良品（群星城店）外观



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 29：无印良品（群星城店）门面

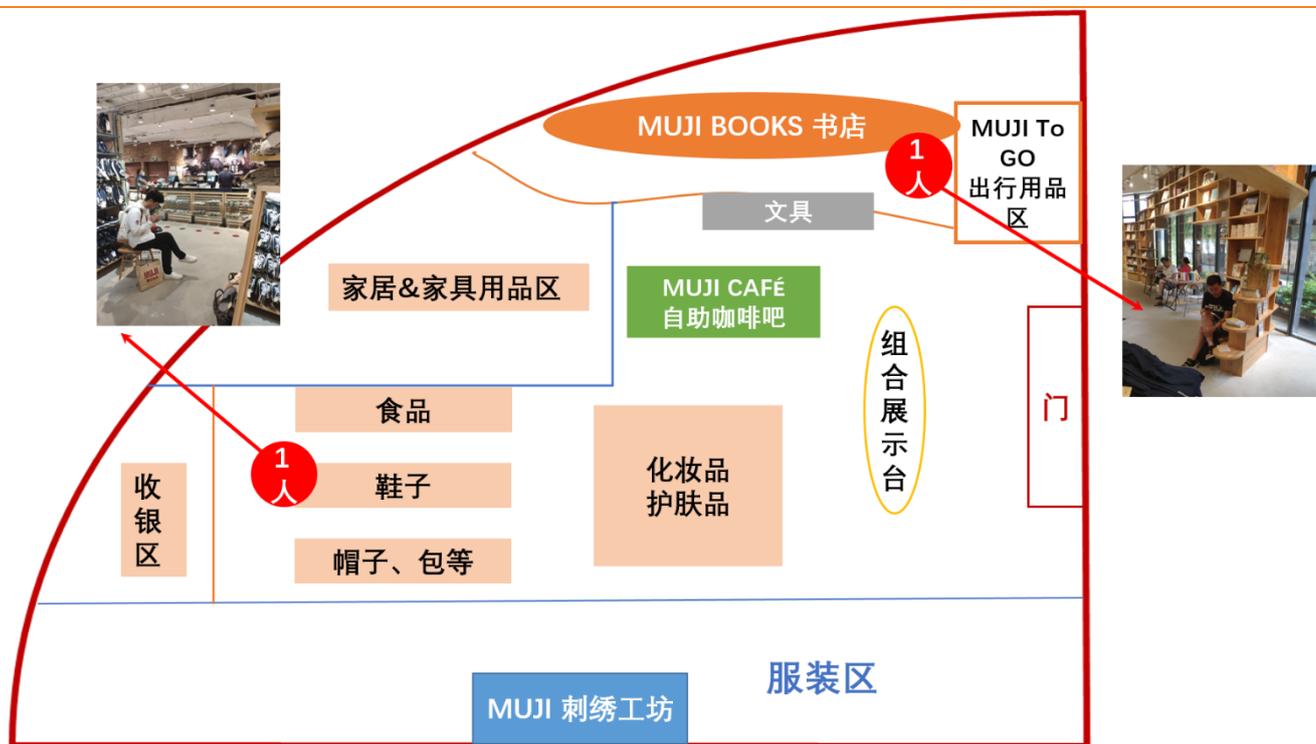


资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

4.2. 天风纺服团队本次如何进行暗访调研？

与上次在比音勒芬成都时代奥莱店调研的分工一样，天风纺服团队 3 人分为 2 组，一组固定蹲守，一组游击观察。固定蹲守组分为两人，一人利用玻璃外门，在 MUJI BOOK 书店附近蹲守，观测客流；一人在收银台正前方的鞋子专区蹲守，观测买单人数及客单价；游击观察组由一人组成，主要观测客群特点、产品价格信息等，示意图如下：

图 30：无印良品（群星店）门店布局及蹲点位置示意图



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 31：无印良品门店内景图（化妆品护肤品区）



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 32：无印良品门店内景图（书店区）



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 33：无印良品门店内景图（家居区）



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 34：无印良品门店内景图（食品区）



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

4.3. 无印良品产品降价幅度如何？

根据我们的实际调研和观测，如果不考虑夏季折扣和限时折扣的因素，无印良品本次价格的降价幅度平均在 30%左右。由于 2019 年一季度，无印良品罕见的在一个季度下调两次价格（以往是一年下调两次，上、下半年各一次），由此我们通过对部分产品的价格进行了测算。大部分调价的产品都挂上了“价格重新审视”的牌子，以文具区为例，我们测算，文具区平均降价幅度在 30%左右：

表 4：无印良品“价格重新审视”后部分产品降价幅度

	产品	原价（元）	调价后（元）	降价幅度
1	上纸质细长型笔记本：A5 细长型	35	18	49%
2	双环笔记本：紫色 B5	25	22	12%
3	双环笔记本：黑色 A5	22	18	18%
4	原浆纸笔记本 5 册组	23	19	17%
5	六角彩色水笔 10 色	47	28	40%

资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 35：上纸质细长型笔记本：A5 细长型从 35 元降至 18 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 36：六角彩色水笔 10 色从 47 元降至 28 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

同时对于部分商品，公司也采取了夏季折扣和限时折扣的促销措施，促销力度较大，平均折扣在 40%左右。这部分商品会有“夏季折扣或限定折扣”的牌子，同时价格标签上会有橘黄色的促销价格标签遮盖原价，我们以家居及服装产品为例：一套被套套装的原价是 650 元，在前期已经进行过一次折扣促销，促销价是 520 元，目前，有进行了第二次折扣促销，促销价为 325 元，折扣力度为 50%。

表 5：夏季折扣或限定折扣中的促销力度较大

	产品	原价（元）	调价后（元）	降价幅度
1	法国亚麻水洗开领短袖衬衫	248	118	52%
2	腰垫、坐垫	150	127	15%
3	座垫套	150	45	55%
4	枕套	75	37	49%
5	羽毛被	2000	1400	30%
6	被套	650	325	50%
7	T 恤	128	108	16%

资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 37：被套正在进行夏季折扣，一共两次折扣，原价 650 元，目前折扣价 325 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

注：价格标签为自动脱落，天风纺服团队在草根调研时并未破坏商店陈设。

图 38：衬衫限定折扣原价 248 元，折扣价 118 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 39：T 恤限定折扣原价 128 元，折扣价 108 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 40：羽毛被原价 2000 元，折扣价 1400 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

注：价格标签为自动脱落，天风纺服团队在草根调研是并未破坏商店陈设。

图 41：座垫套原价 150 元，折扣价 45 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

注：价格标签为自动脱落，天风纺服团队在草根调研是并未破坏商店陈设。

本次价格下调后，相比于其他品牌，无印良品的价格仍旧高于其他品牌。我们将调研时得到的产品价格和群星城店的 MINISO，以及 90 分和优衣库的官网进行价格对比。

- 1) 以 T 恤为例，限定折扣后，MUJI 的 T 恤价格为 108 元，相比于优衣库相似款式的 T 恤条纹衫（39 元）价格高出很多；
- 2) 食品的价格差距较小，如无印良品的草莓夹心糖为 9 元 1 包，MINISO 的为 15 元/2 包（7.5 元/包）；
- 3) 行李箱价格差距较大，无印良品的 20 寸行李箱 1048 元，90 分相似款式为 289 元；
- 4) 人字拖价格差距较大：无印良品人字拖为 78 元，MINISO 高价格段的人字拖为 19 元。
- 5) 双肩包价格差距明显：无印良品 248 元，MINISO 39.9 元，但 MINISO 的包的容量小于无印良品；
- 6) 化妆品品类价格差距明显：如无印良品的分装瓶为 30 元 1 个，MINISO 为 10 元 2 件；无印良品的化妆粉扑是 28 元，MINISO 为 10 元。

由此看来，即便无印良品在价格调整后，其产品价格相比于其他高性价比品牌来说仍旧较高。

图 42：T 恤价格对比：无印良品价格高于优衣库



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 43：夹心糖价格对比：无印良品略高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 44：双肩包价格对比：无印良品价格高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 45：行李箱价格对比：无印良品价格远高于 90 分



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 46：人字拖鞋价格对比：无印良品价格高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 47：分装瓶价格对比：无印良品价格高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 48：化妆粉扑价格对比：无印良品价格高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 49：洗漱包价格对比：无印良品价格高于名创优品



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

4.4. 门店及产品有哪些改变？

产品端来看，除了“重新审视价格”，对部分产品进行降价之外，无印良品也开始注重中国消费者的消费习惯和需求，提供符合中国市场的产品。比如，我们在武汉群星城的无印良品中发现，门店内的广播一直在循环播放“倾听消费者心声，调整床垫尺寸和价格”这样的标语；同时根据我们的探访，我们发现无印良品的床和床垫的宽度调整为 120/150/180cm，长度由原来的 195cm 调整到 200cm，更符合中国消费者的消费习惯。

图 50：床、床垫的尺寸和价格进行了调整，更符合中国消费习惯



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 51：部分原来尺寸的产品进行折扣促销



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

门店端来看，通过我们调研的无印良品(群星城店)来看，店内设有多个新的场景和业态，吸引客流的同时提高消费者的留店时间。武汉的无印良品(群星城店)内有 3 个场景和业态，分别是：

- 1) MUJI Café：可以为顾客提供自主咖啡服务；
- 2) MUJI BOOKS：可以为顾客提供图书销售服务，同时，在 MUJI BOOKS 专区还提供了桌椅，供消费者休息和阅览图书；
- 3) MUJI 刺绣工坊：设立在服装区，可以为消费者提供各种刺绣图案。

通过我们的观测发现，大部分的消费者都会在 MUJI BOOKS 区的桌椅旁休息，也会有一些

消费者专门在门店内拿一本书，点一杯咖啡，享受一段下午茶时光。另外，在刺绣工坊处，会有一些消费者专程来门店购买衣物，并在衣服上面绣上喜欢的图案。由此，我们认为无印良品（群星城店）的几个新场景和业态确实对于吸引客流，提高消费者留店时间有很好的帮助。

图 52：无印良品（群星城店）MUJI Café 自助咖啡吧



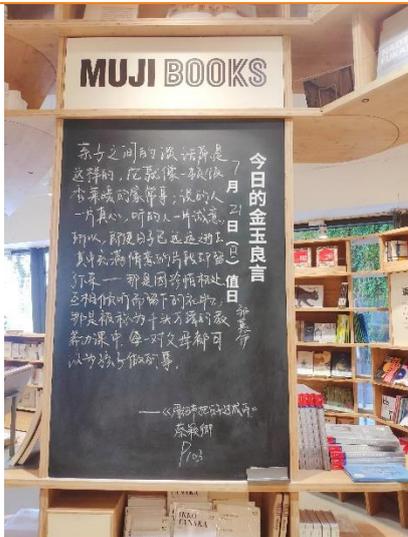
资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 53：无印良品（群星城店）MUJI BOOKS 书店专区陈列



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 54：无印良品（群星城店）MUJI BOOKS 小黑板



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 55：无印良品（群星城店）MUJI 刺绣工坊



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

4.5. 无印良品（群星店）销售情况到底如何？

天风纺服团队在武汉无印良品（群星城店）一共蹲点了 6 个小时（10:00—16:00），期间门店进店人数为 593 人，买单人数为 228 人，转化率在 38%左右，客单价在 100—150 元左右。

1) 客流按时间段来看分别是：

10:00—11:00 进店人数 69 人，买单人数 29 人；

11:00—12:00 进店人数 87 人，买单人数 37 人；

12:00—13:00 进店人数 70 人，买单人数 28 人；

13:00—14:00 进店人数 98 人，买单人数 39 人；

14:00—15:00 进店人数 143 人，买单人数 53 人；

15:00—16:00 进店人数 126 人，买单人数 42 人。

总体来看，我们认为在调价后，无印良品的销售情况较好，略超出我们此前预期。

2) 从客单价来看，我们选取在蹲点过程中采集的 29 单买单信息，进行计算。29 单总成交价为 4222 元，由此我们推算客单价在 100--150 元左右。

图 56：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 162 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 57：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 234 元



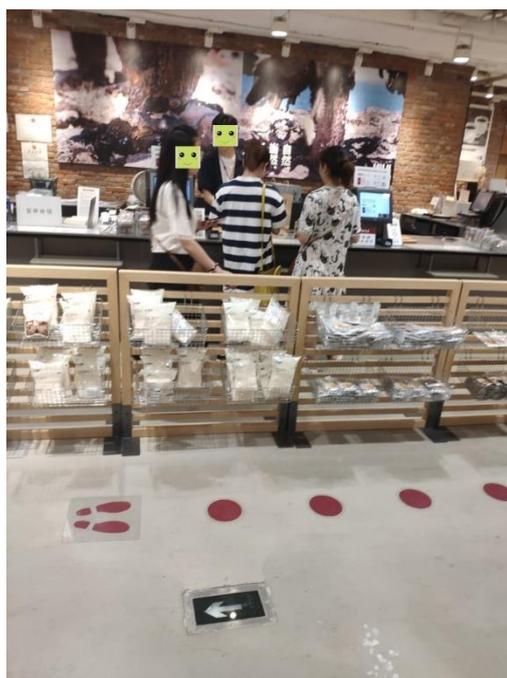
资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 58：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 97 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 59：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 21 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 60：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 178 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

图 61：该消费者在无印良品（群星城店）消费金额 89 元



资料来源：无印良品草根调研，天风证券研究所

4.6. 本次暗访调研，我们得到了哪些结论？

通过天风纺服团队 6 小时暗访武汉无印良品（群星城店）我们希望进行简单的总结：

- 1) **产品降价幅度较大。**无印良品产品的降价幅度在 30%左右，从我们观测的情况来看，文具类产品普遍进行了降价，我们认为无印良品将文具作为较好的引流品类，通过与以往相比较低的价格吸引客户购买；从夏季折扣和限时折扣来看，平均折扣在 40%左右。其中家居家具类产品的降价幅度较大，我们认为主要系季节因素影响。
- 2) **产品更贴合消费者需求。**在产品端开始进行本土化改革，针对中国消费者的消费习惯对产品进行改良，提升产品的被购买潜力。
- 3) **门店新场景提升用户体验。**通过自主咖啡、书店、刺绣工坊等场景的搭建和服务对于门店的引流和提升顾客留店时间有积极的促进作用，提升产品的购买机率。

结论：对于无印良品来说，降价确实对于终端销售有促进作用，说明消费者目前更倾向拥有高性价比的产品，对于过高的品牌溢价，消费者在支付时变得更加谨慎，好产品+合理的价格才是消费者的首选。另外，我们认为门店新场景的搭建对于引流和提升产品购买潜力有积极的促进作用。

5. 推荐标的

其实在前文的分析中，我们提到过，对于消费者来说，以往大家更多的追求大品牌、高品质、高情调、高价格的产品，比如当时“中产小资标配”的无印良品；但是现在消费者则更倾向于价格合理的低价产品，比如小米有品、MINISO、网易严选等。

这是由于“由奢入俭难”，在体验过高质量的产品之后，消费者不会由于价格的降低而在产品品质和设计上做出妥协和让步，那么这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到消费者的青睐。消费者的消费观念更为理性，对于品牌溢价的支付上更显谨慎。

那么我们认为，在如今国潮复苏，国货崛起的背景下，拥有以下几个特质的国产品牌将具备很大的发展潜力：1)品牌和产品具备高性价比的特质；2)重视产品本身的设计和研发。

由此，我们依旧维持我们此前的观点，继续坚定推荐打造高性价比产品的国货品牌：【开润股份】【南极电商】【森马服饰】。

5.1. 开润股份：出行消费品新国货品牌，B2C 盈利能力不断提升

关于开润股份的详细分析，可以参阅我们以前发布的报告：

《开润股份 2.0 时代（I）：90 分在中国销量为什么超越新秀丽》

《开润股份：深度报告：稀缺消费升级标的，B2C、B2B 双快速增长有望超预期》

《小米模式深度研究：从 A 股第一家小米生态链公司开润股份到小米模式的一年半思考总结》

开润股份是“小米生态链”第一家 A 股上市公司，致力于打造优质生活出行场景，是非常有代表性的中国“出行消费品”新国货品牌。

B2C 业务：2016-2018 年，公司自有品牌 90 分的收入 CAGR 达到 170%以上，我们在 2019 年 2 月 20 日发布的《开润股份 2.0 时代：90 分在中国销量为什么超越新秀丽》中曾进行过测算，成立仅 3 年多的 90 分预计 18 年的销量超过百年品牌新秀丽在中国的销量。主要系：

1) **开润股份 1.0 时代的成功，小米的赋能起到了非常重要的作用。**90 分初创期，小米为 90 分提供了至关重要的品牌背书、排他性渠道支持、做产品的方法论、供应链背书等，让 90 分以最短时间度过品牌最艰难的初创期。我们定义的 2.0 时代，则是指 90 分在脱胎于小米生态链之后，打造自己的产品设计能力、渠道开发能力、品牌营销能力、供应链管理能力和能力等，可以说，开润 2.0 时代更体现出自己的能力。

2) **品牌和产品具备高性价比的特质：**90 分定位于大众出行消费品空白市场，通过极致性价比迅速夺取市场份额。客户群体定位一二线新中产，符合一二线城市居民更理性的消费趋势，也符合三四线消费升级趋势。公司产品价格价格定位大众，高品质性价比。我们预计 90 分产品加价倍率约为 1.3-1.5 倍，综合毛利率仅有 20-25%。

图 62：开润股份 90 分基础爆款行李箱 20 寸 299 元



90 分官方旗舰店

公益宝贝

90分静音28寸行李箱24寸挂原德国拜耳科思创三层PC材质

价格 ¥349.00

促销价 **¥299.00**

运费 上海 至 上海 快递: 0.0

月销量 **5000+**

尺寸 20寸 24寸 28

颜色分类

数量 件 库存

花呗分期 登录后确认是否享有

¥101.95x3期
(含手续费)

依据天猫及各平台系统历史订单统计
全网热销200万个

资料来源：天猫官方旗舰店，天风证券研究所

3) **重视产品本身的设计和研发：**公司产品具备设计感和功能性，90 分核心品类箱包注重自主研发设计，产品力强。公司产品从材料端开始掌控，与国际一流供应商合作研发或采购，产品设计获德国 IF、红点等国际设计大奖，采用家电、电子等成熟制造行业厂商的生产线，品控更加严格，对供应链管控能力更强，产品差异化强，同质化弱。

图 63：开润股份研发支出逐年提升（万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 64：开润股份 90 分金属箱获 IF 德国设计大奖



资料来源：天猫官方旗舰店，天风证券研究所

4) **渠道优势**：从小米的排他性渠道，发展到线上与线下、国内与海外多元全渠道。线上非米系自有渠道占比持续提升 2018 年持续扩大市占率，非米系自有渠道占比提升。2019 年预计持续快速全渠道扩张，线下及海外或成着重发力点。

5) **营销打法**：基于产品能力不断提升电商营销能力，90 分营销仍有进步空间。在有良好产品基础的情况下，不断提高电商运营能力为 90 分进一步提升占市率提供想象空间。

开润股份的愿景是成为受尊敬的世界级出行消费品公司。除了核心品类箱包外，也会扩展到鞋、服、配件等出行品类。箱包品类是 90 分品牌的内核及流量来源，其他品类为强化 90 分品牌定位出行消费品定位的补充，并且能有效拉低费用率，提高整体运营效率。

B2B 业务：公司 B2B 业务以 ODM 为主 OEM 为辅，18 年收购 NIKE 印尼工厂，进入 NIKE 箱包全球供应商体系。开润股份的 B2B 业务主要以联想、DELL、惠普为代表客户的电脑包 ODM 业务；以迪卡侬为代表客户的户外包 ODM 业务；以名创优品、网易严选为代表的新零售客户箱包的 ODM 业务；OEM 则为新秀丽、VB 等国际箱包品牌提供服务。另外，2018 年公司通过收购 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 工厂正式切入国际运动品牌的供应链体系，有利于开润 B2B 业务开拓运动休闲领域的新客户。

维持买入评级。维持 2019/2020 年收入预测为 29.32 亿 (+43%) /40.84 亿 (+39%)，维持 2019/2020 年净利润预测为 2.30 亿 (+33%) /3.36 亿 (+46%)，对应 EPS 为 1.06 元/1.55 元（20 年 EPS 变动主要系公司近期回购股份导致股本变少）。

风险提示：费用率大幅提升，非米系渠道拓展较慢，海外工厂管理风险等。

（摘自 2019 年 2 月 20 日发布的报告《开润股份 2.0 时代 (I)：90 分在中国销量为什么超越新秀丽》以及 2019 年 7 月 14 日发布的《开润股份：公司点评：19Q2 业绩超市场预期，预计盈利能力大幅提升》）

5.2. 南极电商：拥有高性价比产品的精品生活电商平台

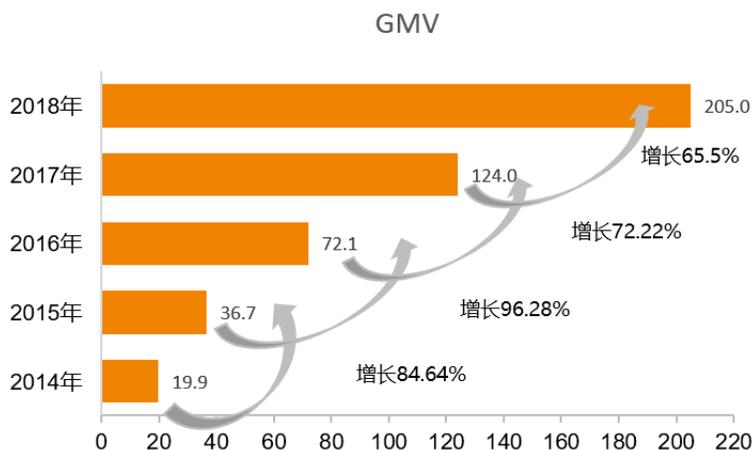
关注南极电商的详细分析，可以参阅我们此前发布的报告：

《南极电商：低端商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台》

南极电商主营业务是品牌综合服务、经销商品品牌授权服务、移动互联网营销业务及其他业务。品牌综合服务及经销商品品牌授权服务即公司向授权供应商、经销商提供品牌授权及综合服务，分别收取品牌综合服务费、经销商品品牌授权费。目前公司旗下主要拥有南极人、卡帝乐鳄鱼等品牌。近年公司 GMV 增速得到快速发展，2014-2018 年 CAGR 为 79%。

2018 年公司授权品牌产品的 GMV 达 205.21 亿 (+65.45%)。从品牌维度看，南极人品牌实现 GMV177.53 亿 (+62.82%)；卡帝乐品牌实现 GMV23.34 亿 (+83.71%)；从平台维度看，在阿里、京东、拼多多实现的 GMV 分别为 146.03 亿、35.60 亿、17.63 亿，同比增长分别为 64.19%、40.42%、153%。

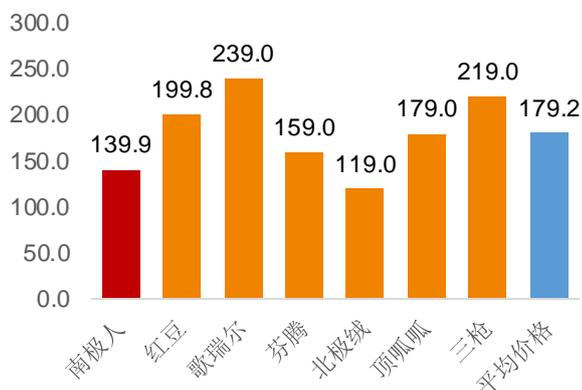
图 65：南极电商近年 GMV 增速得到高速发展 (亿元, %)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1) **品牌和产品具备高性价比特质**：南极电商在品牌定位上定位于国民品牌，为消费者提供好而不贵的国货优品；品类上涵盖高频、标准化产品，有利于规模效应及高周转；客群上主要以二线及以下的消费人群为主；瞄准高性价比，为消费者提供“穷人买得起，富人看得上”的产品。我们通过在淘宝上搜索从男士长袖纯棉睡衣，来比较其他品牌的产品的价格，可以发现，南极人的产品价格 in 平均价格之下，略低于行业内其他品牌，产品具备较高的性价比。

图 66：通过与其他品牌的价格对比，南极人的产品性价比较高(元)



资料来源：天猫，天风证券研究所

图 67：南极人男士纯棉长袖睡衣 139.9 元



资料来源：天猫官方旗舰店，天风证券研究所

2) **产品品质和调性升级**：我们认为 2019 年是南极电商的产品品质和颜值年。预计 2019 年公司严控品质，提升产品调性，进一步强化在消费者心中“高性价比新国货”代表的印象。

3) **渠道及新培育品类提供增长空间**：我们预计 2019 年南极电商在以阿里为代表的传统强势平台上将继续保持相对高速增长，京东有望加速增长，拼多多平台有望维持 150%左右的高速增长。品类方面，我们测算南极电商 2018 年各品类占比：内衣 30%，男装 16%，家纺 15%，童装 7%，女装 6%，个护健康 5%，母婴 5%，箱包服配 5%，鞋品 4%，居家日用 3%，运动户外 2%，其他 4%。我们认为多数品类在阿里平台占有率仍较低，提升空间较大。2019 年新兴渠道和扩品类仍能为公司提供较高 GMV 增长，预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿，2020 年 GMV 规模 447 亿。

过去三年国民品牌代表南极电商证明自己在电商平台上的壁垒和成长性。公司已经建立了强大的品牌壁垒、规模壁垒、电商渠道流量壁垒等。在电商平台整体 GMV 趋于平稳增长的时代，再产生像南极人这样的大淘品牌已经很难，公司商业模式的高壁垒以及高增长理应享受高估值。看好南极电商成为中国高性价比新国货品牌的代表。公司商业模式越发清晰，马太效应凸显，高规模 GMV 仍高速增长，货币化率保持相对稳定，公司近年来的优秀表现也印证其商业模式壁垒。我们认为南极电商将持续受益经济增速换挡下的性价比产品需求，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，保持相对快速增长，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

投资建议：我们维持预计 2019 年 GMV 规模将达到 303 亿元，同比增长 47.7%，货币化率保持在稳定区间。维持盈利预测 2019-21 净利润为 12.68/18.1/24.4 亿，预测对应 EPS 为 0.52/0.74/0.99 元，目标价至 14.3 元，对应 2019 年 28 倍估值。

风险提示：扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自 2019 年 4 月 29 日发布的《南极电商：季报点评：业绩符合预期，现金流持续改善》、以及 2018 年 2 月 1 日发布的《南极电商：“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台》）

5.3. 森马服饰：注重产品品质，打造大众化性价比产品的国货品牌

休闲装在具备高性价比特点的基础上提升产品质感；童装对于产品品质有更高的要求

1) 森马品牌：产品具备高性价比的特点，同时对于产品品质和质感有了更高的要求

对于森马品牌的定位，公司已经进行重新刷新，从以往的“以低价拥有流行服饰”为品牌价值；以 16-24 岁个性化着装需求为中心的青年休闲潮流服装品牌的定位，转变为以“质在日常”为品牌的价值主张，以 18-35 岁大众品质化提升的生活向往为中心的大众日常生活方式品牌。我们可以看到，对于“森马”品牌，公司在人群和价值链上都进行了拓宽，依旧是定位大众化品牌，即对于产品的性价比这一定位没有变化；在这基础上，公司对于产品的品质和质感提出了更高的要求。

2) 巴拉巴拉：注重产品品质，打造安心童装。

作为童装行业市占率第一的龙头企业，Balabala 定位于 0-14 岁儿童消费群体，致力于打造儿童生活方式中高端品牌。童装产品与成人装不同，对于产品的质量、安全、面料的选材上都有更高的要求 and 标准。在质检方面层层把关，选料上强调以儿童健康为基础，环保优质为前提，对面料进行耐磨、耐脏的特殊工艺处理，保证产品质量和质感。

重视产品的设计研发，保证产品时尚性

公司重视产品的设计研发，持续提高公司产品的设计研发能力，保持产品的时尚度和质感，使产品具备较强的竞争力。从研发投入来看，公司的研发费用占营收的占比在近年维持在 2.5% 左右，研发费用逐年提升，2018 年达到 3.64 亿元，研发费用率为 2.32%。另外，公司主动迎合年轻一代消费者需求，充分利用粉丝网红经济，推出 IP 合作款和明星联名款产品，丰富品牌形象和产品信息。比如，2019 年森马品牌聘请新代言人白宇，希望将森马“质在日常”的新品牌理念传递给消费者；童装巴拉巴拉则通过与迪士尼等品牌的合作推出新的 IP 合作款。

图 68：森马服饰研发支出逐年提升（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：森马服饰聘请新代言人白宇



资料来源：森马官网，天风证券研究所

渠道端：休闲装进行渠道结构优化和调整；童装品牌进行扩张和下沉。

森马品牌：公司积极进行渠道扩张和调整，逐步关闭低效门店，购物中心和奥特莱斯数量明显增加，单店面积略有提升，2018年森马休闲的门店平均面积为234平，同比增长5.66%。同时公司跟随商业地产进行渠道下沉，将充分受益于低线城市的消费升级。

2) 巴拉巴拉：公司由于切入童装赛道的较早，在渠道规模上具备优势，目前仍处于扩张状态，截至2018年底，门店数量为5293家，净增498家；门店总面积为84.14万平，同比增长20.47%。门店平均面积为159平，同比增长9.14%。同时，公司积极布局购物中心渠道，数量达到1000余家；同时在低线城市消费升级的背景下，巴拉巴拉跟随商业地产进行渠道下沉，业务规模将进一步提升。

线上业务：线上渠道作为公司重要的存货消化渠道，对公司来说至关重要。我们认为目前电商渠道由流量市场转变为存量市场，马太效应下头部品牌的竞争优势越发明显，森马在电商运营商具备优势和先进经验，同时作为阿里重点扶持品牌，线上业务具备优势，2018年公司电商收入41.09亿（+31.64%）。

供应链：柔性供应链实现对现有基础供应链的有效补充，提升供应链效率。森马与核心供应商达成写上，利用淡季生产基本款，将旺季的产能预留给可能需要翻单的产品，进而提升供应链的反应速度，提升供应链效率。

维持买入评级。预计2019年休闲同店可做到中高单位数增长，童装同店可做到双位数增长，预计休闲和童装净开店数量有望延续2018年的数量。维持2019、2020年净利润预测为19.09亿、22.14亿，对应EPS为0.71元、0.82元。维持买入评级，给予2019年20倍估值，目标价14.20元。

风险提示：KIDILIZ亏损拖累公司业务；存货以及资产减值大幅增加；宏观经济影响消费信心等。

（摘自2019年4月28日发布的《森马服饰：年报点评：休闲强劲复苏，童装延续高增长，看好业绩持续向上趋势》、2019年5月5日发布的《森马服饰：季报点评：剔除KIDILIZ并表后19Q1业绩超市场预期，期待KIDILIZ业绩改善》、2018年7月18日发布的《森马服饰：休闲逐渐复苏，童装仍可持续高增长》。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com